

分析师： 乔洋 (8621)65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

不要高估行业的“变革”，不要低估公司的“变革”

事件描述

近期我们调研了隆平高科 (000998.SZ)，与公司高管进行了交流，主要就公司目前经营思路以及公司的核心竞争力进行了深入的探讨，主要观点如下：

- ⊗ 目前种子行业的主流投资逻辑是国家政策投入带来的行业变革，政策投入的目的是解决 2000 年以来种业市场化未能解决的行业秩序混乱和研发体系低效的问题。行业变革的过程将是：国内研发资源再分配、行业门槛提升→国内研发实力提升→劣质品种退出、优质品种得到高效推广→优质品种价格充分体现价值。种业上市公司的推荐逻辑是，实力较弱的企业退出市场→国家政策支持兼并收购带来上市公司市场份额的提升→优质品种得到认可带来公司产品价格的提升。总而言之，“政策主题”的投资逻辑是“行业规范+政策扶持”带来企业产品的量价齐升。
- ⊗ 目前，市场对于行业变革进程的观点不一，部分认为短期内效果将会很显著，部分认为行业发生较大变化可能还需要很长的时间。我们可以肯定的是国家政策投入后一定会带来行业的变革，并且这个变革是有利于上市公司的，但是时间表难以确定。在“政策主题”是主流投资逻辑的背景下，我们更应该关注继受政策扶持，又能通过内在提升获得发展的公司，这样的公司确定性相对更高。
- ⊗ 公司是依赖行业变革的逻辑快速扩展，还是顺应行业变革同时依赖内在提升获得高速增长呢？我们认为是后者。我们长期看好公司的发展，预计公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.53 元，0.81 元和 1.13 元，维持“推荐”评级。

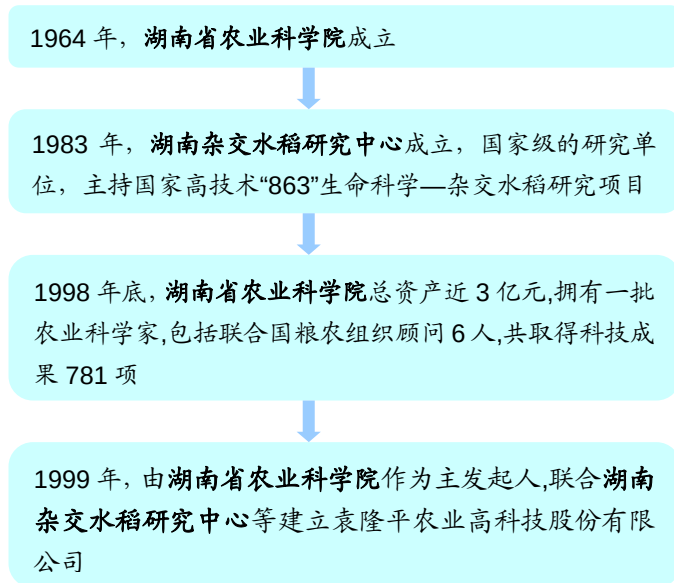
事件评论

多年的历史沉淀不止给公司带来了丰富的研发资源和社会资源积累以及享誉中外的品牌效应，还为公司带来了部分业务负担以及少数股东权益问题。我们认为，公司是当前国内种子行业最有可能实现先进经营理念（研发+营销）的公司。假如公司积极解决历史问题，那么可以一身轻松的成为国内首个拥有创新经营体系的种业公司。我们认为，（对于历史问题的解决）公司自身调整的空间较大，是短期增长点；而创新经营理念的实现将会带来更大的想象空间，是公司未来最大看点。

第一，丰富的历史沉淀

公司建立于 1999 年，由湖南省农业科学院作为主发起人，联合湖南杂交水稻研究中心等机构以及袁隆平先生以发起方式设立，公司研发体系建设最早可追溯到 1964 年建立的湖南省农科院。拥有丰富的种植资源和研发人才积累。

图 1: 隆平高科历史沿革



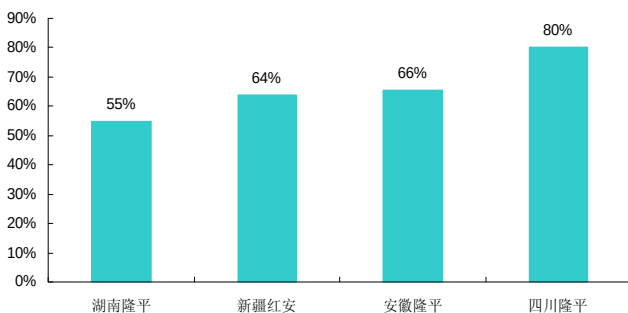
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

第二, 清晰的经营思路--提升+扩展

我们判断, 当前公司的工作重点主要有两点, 一是对自身经营效率的提升, 二是就现有经营规模进一步扩展。

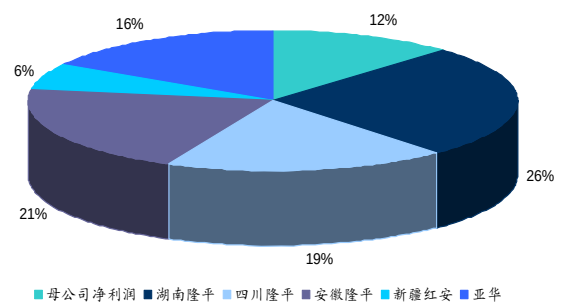
要成为创新经营体系的种业公司, 不仅需要创新理念的引入, 还需要对自身进行调整与改进。解决了内部效率问题以及统一了经营理念, 才能适用高效的国际种业管理体系。目前公司自身主要存在两大问题, 一是公司经营净利润约 80% 来源于子公司, 而子公司的股权相对分散, 公司管理层实施规划和统一理念存在一定的困难, 整体经营效率提升空间较大。

图 1: 公司对主要子公司持股比例



资料来源: 长江证券研究部

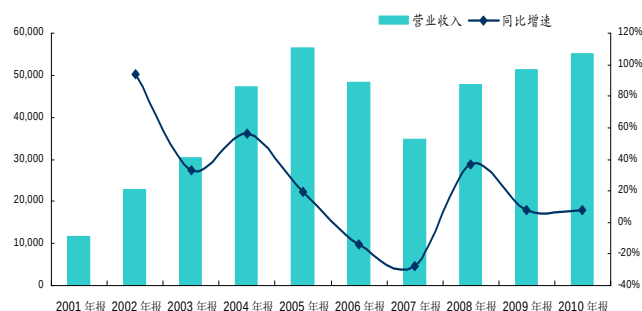
图 1: 2010 年归属于母公司净利润结构 (万元)



资料来源: 长江证券研究部

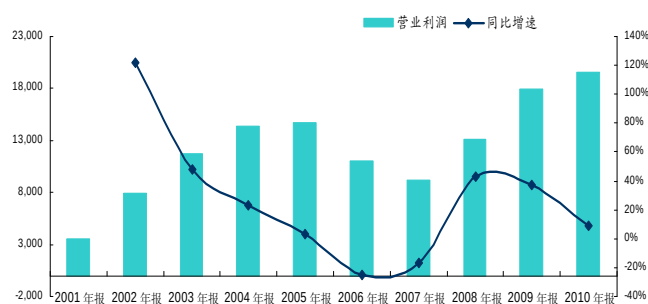
二是历史遗留问题, 公司自 1999 年成立至今, 存量水稻品种数量较多, 结构有待梳理, 各子公司的品种经营有待统筹。2000~2010 年, 公司水稻业务收入复合增长率为 18.79%, 而水稻业务毛利率复合增长率仅为 1.72%。截止 2008 年, 公司水稻业务毛利率为 27.46%, 与毛利率最高的种子品种 (70%) 有一定差距, 综合盈利能力相对较弱。

图 3: 2001~2010 年公司水稻业务收入及同比增速



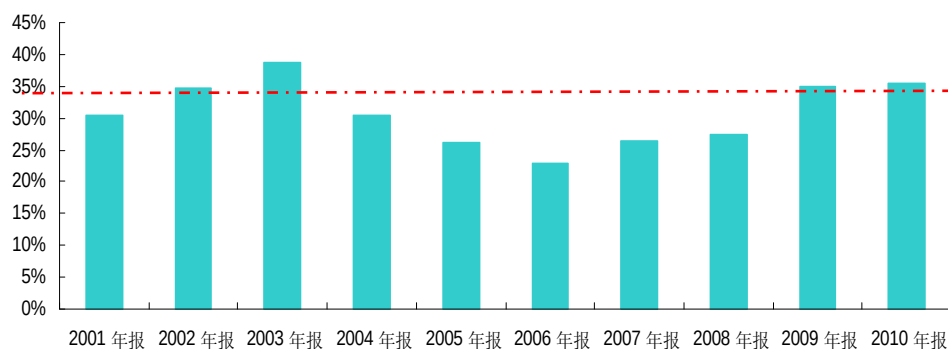
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 2001~2010 年公司水稻业务利润及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 2001~2010 年公司水稻业务毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

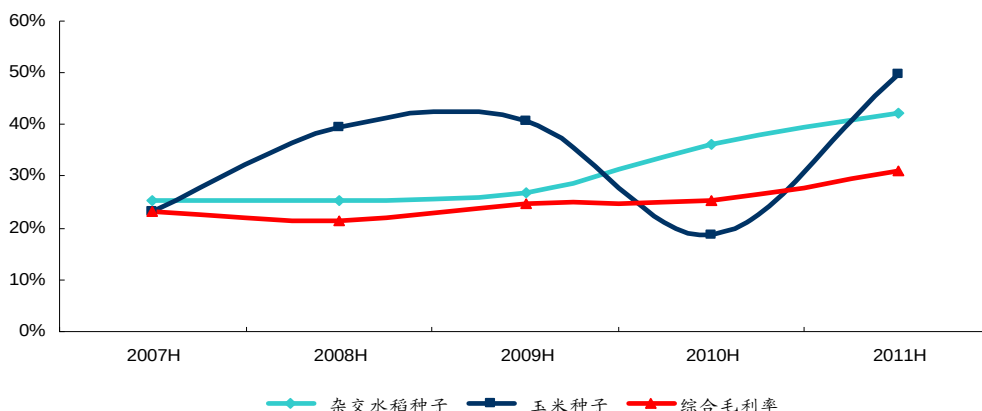
我们判断，公司将针对以上两大问题确立两大工作重点——“提升+扩展”。

提升

“提升”主要是对公司自身经营效率的提升，包括两方面，一个是少数股东权益，二是水稻业务的结构调整。

公司从去年开始积极进行企业内部整合，截止目前已经收回部分四川隆平股权，对子公司四川隆平持股比例由 52% 提高到 80%。我们判断，之后还有可能收回其他子公司股权。假如对湖南隆平、安徽隆平的股权均进行部分收回，持股比例达到 80%，那么基于 2010 年数据测算，归属于母公司净利润将增加 2115 万元，增幅达到 22.09%。

其次，公司从 2009 年开始对水稻存量品种进行结构调整，砍掉低毛利品种。截止 2011 年中期，结构调整的效果非常显著，水稻业务毛利率达到 42.16%，较 2009 年中期提升 15.19 个百分点。假如水稻业务毛利率达到 50%（以玉米种作为对比，登海种业综合毛利率达到 60% 以上），以 2010 年数据测算，营业利润将增加 8068 万元。

图 6：2007H ~ 2011H 水稻、玉米和综合毛利率


资料来源：公司公告，长江证券研究部

扩展

“扩展”的主要目标是提升公司产品的市场份额，主要方式是推广“价值营销”理念

国内种子公司普遍存在销售依赖经销商的现象。由于产品同质性较强，一般种子公司无法通过产品品质获得客户的认可，因此主要依赖各地经销商对于品种的推广，之后再根据经销商的销售情况给予返点。销售依赖经销商最终造成“返点决定销量”而非“品质决定销量”，而由于经销商依据返点而非品质对品种进行推广，实力较强的种子公司不仅需要支付高额品种研发或者购买费用还需要以高额的返点支撑品种销量，在成本上无法与销售一般品种的小企业抗衡，尤其是返点量难以与其抗衡，最终难以获得客户对于品牌的粘性。

因此，需要从根本上改变依赖经销商的现象，就要改变“返点决定销量”的现象。首先，不再像一般种子公司一样被动的依赖经销商对品种进行推广，而是以公司为主体主动推广品种，包括建立下沉到乡镇的销售体系、组织测产会和布点设立示范户等。其次，由于种业的下游消费者过于分散，依赖经销商的现象无法完全改变，但是公司可以不再以返点的形式依赖经销商，而是以多元化的服务吸引经销商，转变为被经销商依赖，比如给经销商提供培训，培训内容部分为非产品相关内容而是经销商需要的内容。

第三， 长期看点：研发+营销，两大独一无二体系的建设

在历史积累之上，假如公司还拥有当前国内种子行业独有的经营理念，可谓站在巨人的肩膀上用创新的视角看问题。

研发体系的效率提升

国内种子公司的种子品种主要有三个来源，自有育种、合作育种和外购，其中，主要来源于合作育种和外购，即品种多来自科研院所。由于科研院所的品种研发与市场脱节，激励力度相对较小，研发和品种经营体系不完善，因此研发效率相对较低，历史上的大品种基本上都是单个育种家花费毕生精力研究的成果。

而国际种业公司的研发体系一般由五段组成，包括工厂化育种体系，种植资源研发，生物性研发，田间配种，商业化测试。五段式的研发体系环环相扣，各环节分工明确，最大程度的减少了各个环节中间的资源流失。

我们认为，该研发体系的建设壁垒主要是人才和资金。

营销理念的转变

种子行业的变革中，由经营上的被动营销到主动价值营销是行业主体需要实现的转变。而这种经营理念的建设壁垒主要是管理人才。

我们认为，公司是最有可能实现以上两大创新体系建设的行业主体，一方面公司拥有沉淀多年的品牌效应以及来自于国家的大力支持，可以吸引大量人才；另一方面，作为国家头号扶持的种子上市公司，公司的资金来源相对于其他公司要有保障。

截止目前，在人才方面，公司已经引进了相关研发和管理人才，对后期的体系建设逐渐做准备。

表 1: 公司部分高管明细

姓名	职务	任职日期	性别	出生年份	个人简历
刘石	总裁	2010/4/23	男	1960	男,1960 年出生,获得中国人民大学硕士学位.1987 年至 1990 年,赴德国马堡大学和慕尼黑大学留学深造.曾任德国 MVG AG 公司中国区业务代表,孟山都远东有限公司商务经理,杜邦先锋中国区总经理.
褚启人	副总裁	2011/7/29	男	1950	男,1950 年出生,国际水稻所及菲律宾大学硕士,美国路易斯安娜州立大学哲学博士,博士后.曾任上海市农业科学院生物技术研究 中心常务副主任,主任,研究员;兼任上海农科院学术委员,院务委员;上海市政府人事局高级职称评委会委员;上海市政府农委科技顾问;上海通顺生物技术开发公司副董事长,总经理;上海农业生物技术开发部董事长.1995 年受聘美国路易斯安娜州立大学任教授,博士生导师,水稻育种家.2005 年受聘美国水稻技术公司,先后任总监,高级总监,中国科研项目协调官.兼任美国商业育种家董事会董事,第二副会长;中国水稻所客座研究员;安徽省农科院,四川省农科院,广西农科院,浙江省农科院“水稻技术高级顾问”,并兼任安徽省外国专家局专家.曾在美国培育水稻新品种 10 余个,是杂交水稻在美国南方稻区推广 40%的主推手之一.
周丹	副总裁	2011/7/29	女	1965	女,工商管理硕士(MBA),高级经济师,曾在美国修学人力资源管理,美国人力资源管理协会会员,全球职业规划咨询师(GCDF).曾任国有大型企业人事处长,大型民营集团公司人力资源总监,大型证券公司人力资源总经理,大型股份制集团公司人力资源总监及集团管理学院执行副院长;曾任多家管理顾问公司的高级管理咨询顾问,高级管理咨询师.曾为多所高校的毕业生和 MBA 学员作职业生涯规划实践指导和演讲;曾为多家企业作企业诊断和管理咨询.现任隆平高科国际培训学院院长.

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四， 盈利预测

我们长期看好公司的发展，预计公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.53 元，0.81 元和 1.13 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1280	1815	2291	2878	货币资金	550	181	229	288
营业成本	908	1186	1446	1773	交易性金融资产	14	14	14	14
毛利	373	629	845	1105	应收账款	245	347	438	550
% 营业收入	29.1%	34.6%	36.9%	38.4%	存货	761	994	1211	1485
营业税金及附加	0	0	1	1	预付账款	130	170	207	254
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	1	1
销售费用	110	160	206	259	流动资产合计	1702	1709	2102	2594
% 营业收入	8.6%	8.8%	9.0%	9.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	129	185	241	302	持有至到期投资	10	10	10	10
% 营业收入	10.0%	10.2%	10.5%	10.5%	长期股权投资	170	170	170	170
财务费用	25	24	17	10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	1.3%	0.7%	0.3%	固定资产合计	351	495	520	483
资产减值损失	12	0	0	0	无形资产	157	149	141	134
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	12	12	12	12
投资收益	25	0	0	0	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	122	260	382	534	其他非流动资产	36	36	36	36
% 营业收入	9.5%	14.3%	16.7%	18.6%	资产总计	2442	2580	2991	3439
营业外收支	19	10	10	15	短期贷款	688	425	343	125
利润总额	141	270	392	549	应付款项	134	174	213	261
% 营业收入	11.0%	14.9%	17.1%	19.1%	预收账款	176	249	314	395
所得税费用	6	11	16	23	应付职工薪酬	74	96	117	144
净利润	135	259	376	526	应交税费	-11	-20	-30	-41
归属于母公司所有者					其他流动负债	113	150	186	229
的净利润	74.6	148.1	223.2	312.6	流动负债合计	1172	1074	1143	1111
少数股东损益	60	111	152	214	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.27	0.53	0.81	1.13	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	40	40	40	40
经营活动现金流净额	158	159	302	411	负债合计	1213	1114	1183	1152
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	989	1115	1305	1571
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-42	0	0	0	少数股东权益	240	351	503	717
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1229	1466	1808	2287
固定资产投资	-49	-218	-123	-79	负债及股东权益	2442	2580	2991	3439
其他	-65	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-156	-218	-123	-78		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.269	0.534	0.805	1.128
股权融资	4	0	0	0	BVPS	3.57	4.02	4.71	5.67
银行贷款增加 (减少)	8	-263	-82	-218	PE	188.05	94.74	62.87	44.88
筹资成本	85	-46	-50	-56	PEG	3.07	1.55	1.03	0.73
其他	-169	0	0	0	PB	14.18	12.58	10.75	8.93
筹资活动现金流净额	-73	-309	-132	-274	EV/EBITDA	79.68	38.96	28.07	20.81
现金净流量	-71	-368	48	59	ROE	7.5%	13.3%	17.1%	19.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。